

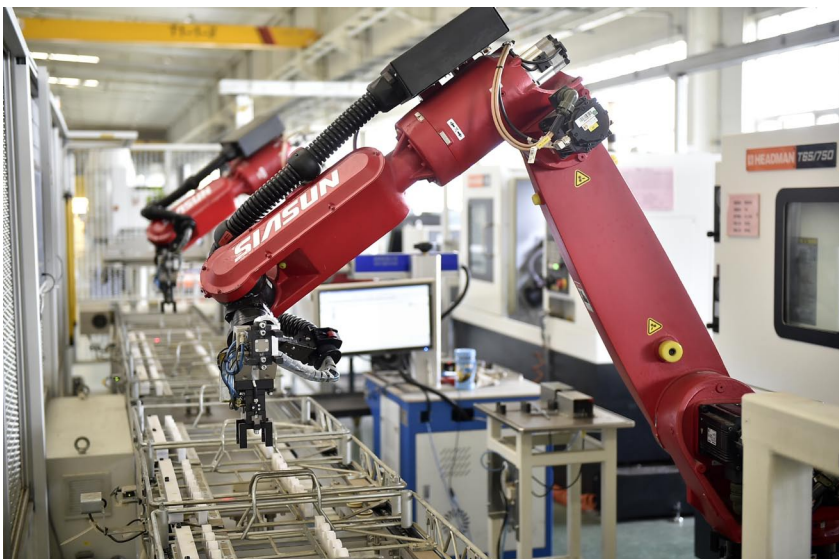
疏通货币政策传导机制 提高金融支持实体经济力度

■ 国家金融与发展实验室 曾 刚

2018年以来,在监管强化及实体经济供给侧结构性改革持续深入的背景下,金融对实体经济的支持力度较为疲软,主要表现在2018年以来,广义货币(M2)供应量增速和社会融资规模增速屡创新低,6月末的增速已非常接近名义GDP。这不仅加大了宏观经济下行压力,而且可能导致杠杆率被动抬升,与“控杠杆”的政策初衷相悖。为此,疏通货币政策传导机制,引导银行体系合理充裕的流动性支持实体经济发展,成为当前宏观调控的重心。

前期货币政策及效果

在“防风险、去杠杆”的政策基调下,2017年,人民银行和金融监管部门分别通过MPA考核、“三三四”专项检查等多种措施抑制影子银行规模的增长,对金融整体运行产生显著影响:**宏观流动性明显收缩**,M2增速大幅下滑,2018年6月,M2同比增速达到历史最低的8%,较2017年下滑0.3个百分点,较2016年底的增速下降3.3个百分点。**社会融资规模增速也有所下滑**,但在表内信贷稳定高增的支撑下,下滑幅度略小于M2增速的下滑幅度。2018年8月,社融同比达到最低,为10.1%,较2017年末大幅下降2.4个百分点。**流动性的边际收缩为企业部门杠杆率下降创造了条件**。根据国家金融与发展实验室的数据,2017年底,中国非金融企业杠杆率下降至152.7%,较2016年底下降3个百分点。



▲ 宁夏:装备“智造”夯实工业之基。在位于宁夏吴忠市的吴忠仪表有限责任公司自动化产业园自动化装配车间,“智能机械臂”在装配控制阀。

不过,在稳杠杆取得显著成效的同时,也出现一些值得关注的问题:**需求数据全线下滑**。截至2018年8月,固定资产投资累计同比仅5.3%,较上年同期下降3.3个百分点;社会消费品零售总额累计同比为9.3%,为2003年以来的最低水平;受中美贸易摩擦影响,**贸易顺差收窄**。截至8月,今年的贸易顺差累计共1936.59亿美元,较去年同期下降逾690亿美元。总需求下滑,叠加中美贸易摩擦,未来一段时间的经济增长面临一定的不确定性。**信用风险有所上升**。融资环境趋紧导致企业再融资环境恶化,因资金链趋紧而引发的信用风险有上升迹象。尤其值得关注的是,由于各方面的原因,融资环境趋紧对中小微企业和民营企业的冲击更为明

显,这与4月份中央财经委提出的“要以结构性去杠杆为基本思路”,“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”的政策目标不完全契合。

截至2018年6月底,共有25只债券违约,违约规模共计253.01亿元,违约主体增至13家,超过60%是民营企业。从数据上看,债券违约数量与违约率仍处于较低水平,但在融资环境持续趋紧的背景下,市场参与者心理仍受到较大冲击。

在上述背景下,为缓解去杠杆对国内流动性的压力、缓冲贸易摩擦可能对总需求和资产价格的负面影响,合理引导市场预期,并更好实现“结构性去杠杆”的目标,宏观调控政策在确保稳健中性基调不变的前提下,需要根据实际经济

情况进行预调和微调。

货币政策微调及效果

2018年6月24日,人民银行宣布7月5日下调准备金率0.5个百分点,用于支持市场化债转股和小微企业融资。6月25日,人民银行等五部委发布《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》,增加1500亿元支小支农再贴现额度。6月28日,人民银行发布货币政策委员会2018年第二季度例会内容,“松紧适度”“流动性合理充裕”“管好货币供给总闸门”等用词引发市场对经济形势和货币政策取向的激烈讨论。7月31日,中央政治局会议提出“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”,以及“把好货币政策的闸门,保持流动性合理充裕”等要求。8月3日,新一届金融稳定发展委员会第二次会议重点研究进一步疏通货币政策传导机制,增强服务实体经济能力问题。

与政策表述的调整相一致,在实际操作层面,货币政策从二季度开始边际放松,监管力度也有所弱化。截至2018年8月末,金融机构超额存款准备金率相比3月末大幅提升;同业拆借和质押式回购等货币市场利率也已降至近年的极低水平。从量和价两个方面看,银行体系的流动性均保持了合理充裕。但问题在于,货币政策的边际宽松和银行体系流动性的合理充裕并没有带动实体经济资金供给的改善。2018年8月,广义货币(M2)同比增长8.2%,分别比上月末和上年同期低0.3和0.4个百分点,离6月份的最低点8%相去不远。狭义货币(M1)同比增长3.9%,比上月末和上年同期低1.2和10.1个百分点。作为即期购买力代表的M1增速大幅下跌,说明实体经济有持续下行的趋势。8月末,银行信贷同比增长13.2%,与上月

末和上年同期基本持平,但与此同时,人民币存款同比增长仅为8.3%,为历史最低水平。

从实体经济的融资状况看,截至8月末,金融对实体经济的支持仍显低迷,疏通货币政策传导机制以提高货币政策传导效力,成为未来一段时间货币政策着力的重点。

货币政策传导存在的问题

从理论上讲,制约金融体系(银行)对实体经济的支持(信贷投放)的因素主要分为三类:

一是货币政策和监管环境。主要有以下几个方面:首先,货币政策对流动性的控制会直接影响银行可动用资金的数量和成本,进而制约其最终的信贷能力;其次,数量型监管政策(如MPA)对银行表内外的信用扩张能力形成直接的规模约束;再次,在资本充足率要求下,银行的资本补充能力也会对表内外信用扩张能力形成制约;最后,对影子银行的清理,导致表外融资渠道被堵,早前依赖这类渠道进行融资的主体难以获得新的资金支持。即便有部分融资转回表内,也会受到MPA和资本充足率的约束。在资管新规实施之前,银行开展表外业务的积极性很高,除可以规避资金投向及额度限制的约束外,还可以绕开利率限制扩大资金来源(如保本理财),用表外理财扩大表内存款规模,规避表外业务对资本的占用等。相应地,表外资产回表将对银行形成“额外”的资本占用。

二是银行自身的贷款意愿和风险偏好。过去一段时间,随着供给侧结构性改革推进,在过剩产能去除过程中,银行业信用风险持续上升。截至2018年2季度末,商业银行不良率和不良贷款余额已经连续五年维持“双升”状态(2016年末到2018年一季度,不良率曾有5个季

度维持不变),其中,强周期行业(能源、制造业等)和小微企业是信用风险的主要来源。面临风险的持续上升,监管和管理层对不良指标的考核日趋严格,银行业风险偏好显著降低,尤其是在小微企业融资方面,出现了一定的畏贷情绪,更多将工作重点放到坏账的清收上,新业务拓展的动力显著下降。

三是实体经济的有效信贷需求。仅从表面上看,实体经济的融资需求非常迫切,但与融资供给相对应,就会发现有效的信贷需求(即满足银行信贷条件的融资需求)是不足的。一方面,信用风险偏高的中小企业,资质条件难以达到银行表内信贷的要求。也正因为此,许多中小企业将影子银行(主要是资管业务)作为一个重要的融资通道,以绕开银行表内信贷过高的资质要求。在影子银行被清理“回表”之后,部分中小企业失去了通过表外融资的渠道,但由于缺乏资质又无法以传统信贷或标准债权等方式获得融资。此外,在经济下行周期中,市场风险偏好降低,中小企业受资质信用约束,融资条件通常出现恶化。另一方面,风险低的部门(地方政府和房地产)融资需求受到管控。在去杠杆的背景下,地方政府的债务问题是重中之重,在“开正门、堵偏门”的思路下,对地方政府隐性债务的管控将持续加强。从房地产企业杠杆率居高不下和中央“严控房价上涨”的政策导向看,房地产的融资政策在短期也较难改变。实体经济中这两个主要融资部门的需求受到抑制,进一步降低了实体经济的融资总量。

疏通货币政策传导机制的建议

关于如何进一步疏通货币政策传导机制,当前市场的分歧和争论不少,我们有如下几个主要观点:



▲ 向智能化、绿色化发展——我国制造业转型升级成效显著。图为吉利汽车春晓制造基地流水线(2016年12月16日摄)

一是在稳健基础上,适度强化结构性货币政策。去杠杆过程中,货币政策受到高度关注,但事实上,作为一种总量政策,货币政策关注的核心目标是物价和金融的稳定,在我国当下阶段,就是维持稳健中性的货币环境,为“防风险、去杠杆”创造条件。从目前情况看,宏观杠杆率开始趋稳,稳健中性的货币环境基本达成。未来工作的重点,应该从总量控制转向结构优化。也正因为此,中央财经委会议提出了“结构性去杠杆”的新任务。政策组合的重心,也理应从关注总量的货币政策,转向更多元化的结构性政策组合。一方面,综合使用定向降准、公开市场操作等多种工具保持流动性的合理充裕,根据国内外经济金融形势的变化进行预调微调,稳定市场预期、维护金融稳定;另一方面,强化结构性货币政策工具的运用,根据供给侧结构性改革的要求,加大对小微企业、绿色金融和市场化“债转股”的支持引导力度。

二是把握好监管的力度和节奏,鼓励银行资本工具创新。以资管产品为代表的“影子银行”由来已久、存量规模巨大,是部分融资主体(尤其是资质不高的主体)重

要的融资渠道,也是信用债市场重要的资金来源。因此,在治理方向明确的背景下,监管落地应充分考虑实体经济的承受能力,不能寄希望在短时间内一蹴而就。可以考虑适度加大过渡期政策的灵活性,以避免出现整个行业在短期内彻底转向的预期,进而造成局部市场的踩踏。此外,在资管新规下,大量存量表外融资回表,而同时银行还需要加大新增信贷投放力度以支持实体经济,这都会对银行资本补充造成很大压力。为此,监管部门应该前瞻性地研究拓展银行资本补充渠道,除公开市场融资(IPO、再融资、优先股等)外,还应加大资本工具的创新,尤其是非核心一级资本的创新,进一步丰富银行资本结构和补充的渠道,为提升银行支持实体经济的能力夯实基础。

三是标本兼治,化解地方政府债务风险。一要理清中央和地方财政的关系,解决财权、事权不匹配的问题;二要明确债务的主体和相应权责,做到地方债务谁借谁用谁还;三要杜绝地方政府和地方金融机构对城投平台债务的兜底行为,以彻底明确城投平台的融资属性;四要继续推进地方政府专项债券的管理改革;五要加强地方政府债

务风险监控,严控高债务地区的发债规模,对违约发债、不当发债予以问责。

四是强化预算约束,稳步推进国有企业降杠杆。“国有企业去杠杆是重中之重”。9月13日,针对国有企业预算软约束问题,中央办公厅正式发布了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》。此外,问题债务和无效存量债务的退出不仅是去杠杆的关键,还影响长期经济增长。在预算软约束尚存在的情况下,存量债务的化解不能依靠货币政策,相关部门应协调配合,进一步推进市场化“债转股”,加快“僵尸企业”债务处置。

五是财政政策更加积极,推进结构性减税以刺激内需。在中美贸易摩擦背景下,内需的重要性凸显。但在国内金融风险尚未完全化解的情况下,内需的扩大不能过度依赖货币宽松,更应发挥财政政策的积极作用。在财政支出空间有限的情况下,应加快推进结构性减税、调整税收结构,减轻中低收入群体和中小企业的税收负担,发挥税收在扩大内需中的作用。

六是注重支持形成最终需求,为实体经济创造新的动力和方向。近期的中央政治局会议明确指出,将补短板作为当前深化供给侧改革的重点,加大基础设施领域补短板力度。这就对基础设施投入提出了新的要求,即提高投资效率,改善结构,并最终形成实际的有效需求,进而实现可持续发展。为此,财政和金融政策应引导相关投资投向符合产业升级方向和经济可持续发展的产业上,例如在未来具有消费潜力的医疗、教育、娱乐及现代服务业等领域。投资只有符合居民消费升级的需求,才能解决供给侧的短板问题,进而为实体经济创造新动力。■